



STRATÉGIE & INVESTISSEMENT

LBPAM

Sebastian Paris-Horvitz
Directeur de la recherche

Xavier Chapard
Recherche & Stratégie

JANVIER 2025

SOYONS AGILES POUR LES DEBUTS DE TRUMP 2.0

L'élection de D. Trump à la présidence des États-Unis a ouvert la porte à des nombreuses incertitudes. Celles-ci proviennent de ses propositions de campagne qui contiennent, en particulier, des visées protectionnistes. Nous considérons dans notre scénario qu'il faut prendre au sérieux, mais pas à la lettre ces propositions, en intégrant une mise en œuvre « raisonnable » de ces politiques. Ceci limiterait les impacts très négatifs sur l'économie américaine et mondiale.

Aujourd'hui, l'économie mondiale continue son expansion à un rythme correct mais avec de fortes disparités géographiques. Les États-Unis conservent leur exceptionnalisme, avec une croissance solide, ce qui devrait perdurer à court terme avant de s'estomper courant 2025. En revanche, la croissance de la zone euro reste fragile et devrait se reprendre seulement graduellement plus tard dans l'année. En Chine, un sursaut limité se matérialise au tournant de l'année grâce à des mesures de relance, mais qui restent timides et temporaires.

Sur les derniers mois, l'inflation a en général continué à décélérer, mais cette dynamique est moins marquée, notamment aux États-Unis où l'inflation cœur reste bien au-dessus de la cible. En zone euro, nous attendons une poursuite de cette désinflation, après encore quelques mois qui seront affectés par des effets de base négatifs sur les prix de l'énergie.

La Fed, après avoir déjà baissé de 100 points de base (pb) ses taux directeurs, devrait se mettre en pause dans les prochains mois en attendant une reprise de la désinflation avant de considérer de nouvelles baisses de taux plus tard dans l'année. Les taux directeurs devraient atterrir en 2025 un peu plus haut que ce que nous envisagions précédemment (un peu en dessous de 4%). En revanche, la BCE devrait poursuivre ses baisses lors des prochaines réunions et ramener son taux vers 2% d'ici le milieu de l'année.

Le relâchement de politiques monétaires et le maintien d'une croissance correcte devraient être porteurs pour la prise de risque. Néanmoins, nous considérons que beaucoup de bonnes nouvelles ont été intégrées dans les prix à la fin de l'année dernière et que de nombreuses incertitudes planent encore à court terme (les débuts de la nouvelle administration Trump, les incertitudes sur les politiques budgétaires en Europe, l'ajustement du discours de la Fed...)

Ceci appelle à une bonne diversification dans les portefeuilles et à une certaine prudence en début d'année, tout en restant constructifs sur les perspectives des marchés à moyen terme.

Nous pensons que la hausse récente des taux rend les obligations souveraines de nouveau attractives, même si les maturités longues pourraient encore souffrir des émissions de dette massives des Etats dans les prochaines semaines. Nous restons exposés aux obligations d'entreprises européennes mais réduisons un peu les risques de façon tactique.

Sur les actions, nous maintenons une préférence pour les actions américaines à très court terme, vu la solidité de la croissance et les politiques pro-business annoncées par D. Trump. En même temps, vu les valorisations, nous pensons que d'avoir une exposition neutre sur l'Europe fait sens et qu'une surexposition pourrait être justifiée dans les prochains mois.

Par
Sebastian PARIS-HORVITZ,
Responsable de la recherche
sebastian.parishorvitz@lbpam.com
Tel. (+33) 1 57 24 22 05
et
Xavier CHAPARD,
Stratégiste
xavier.chapard@lbpam.com
Tel. (+33) 1 57 24 26 58

NOS CONVICTIONS A UN HORIZON DE TROIS MOIS

Economie

La croissance mondiale est satisfaisante au tournant de l'année, mais avec beaucoup de contrastes. Les États-Unis continuent de montrer de la robustesse, grâce à la consommation, qui soutient l'activité dans les services. En revanche, en zone euro la croissance reste atone, sans toutefois s'effondrer. La Chine a conservé un caractère dual, avec une économie domestique faible et un secteur exportateur plus porteur.

Ces dynamiques différenciées devraient persister à court terme, mais un léger rééquilibrage devrait voir le jour plus tard en 2025.

Les États-Unis bénéficient à court terme d'un regain d'optimisme des entreprises (dans l'attente de baisses d'impôt, de dérégulation et, pour certaines, de mesures protectionnistes) alors que les ménages pourraient avancer leurs dépenses avant les probables hausses de droits de douane. Cela dit, les mesures proposées par Trump ne sont pas toutes pro-croissance (baisse de l'immigration ou des dépenses publiques) et le resserrement des conditions monétaires depuis l'élection pourrait freiner la croissance à moyen terme.

En zone euro, une certaine morosité s'est installée. L'incertitude sur la direction de la politique économique française y contribue, alors qu'en Allemagne des élections législatives anticipées auront lieu en février et créent de l'attentisme. Néanmoins, la perspective de la poursuite de l'assouplissement monétaire devrait offrir un contexte plus porteur à la croissance à moyen terme, surtout si l'incertitude politique et géopolitique se réduisent un peu.

En Chine, même si les autorités ont déployé plus de mesures financières pour soutenir l'économie, le réveil de la demande intérieure tarde à venir. Toutefois, ceci permet à l'économie Chinoise de se stabiliser à court terme.

Côté prix, la désinflation est bien là, mais elle reste progressive et incomplète, notamment du fait de la résistance à la baisse des prix dans les services. L'inflation totale en zone euro a quelque peu remonté à cause de l'énergie mais l'inflation sous-jacente continue de reculer lentement et elle devrait revenir proche des 2% dans le courant de l'année. Aux États-Unis, l'inflation resterait au-dessus de la cible plus longtemps même si le risque d'une réaccélération des pressions inflation reste limité en l'absence de politiques économiques trop extrêmes.

Dans ce contexte, nous voyons la BCE continuer son cycle de baisse de taux, ramenant le taux de dépôt vers les 2% d'ici mi-2025. Au contraire, la Fed devrait se mettre en pause pendant les prochains

mois et attendre plus de certitude sur la désinflation et les politiques économiques avant de pouvoir recommencer à baisser légèrement ses taux.

Marchés

Les incertitudes politiques, notamment liées aux politiques que mènera le président Trump et aux politiques budgétaires en Europe (France, Angleterre, Allemagne), poussent à une certaine prudence à court terme. D'autant que la Fed doit changer son discours pour annoncer une pause dans ses baisses de taux. Néanmoins, la résilience de l'économie mondiale et l'assouplissement monétaire devraient être un fait majeur et porteur pour l'économie et les marchés à moyen terme. En même temps, les valorisations de certains actifs risqués sont tendues, ce qui est un élément de fragilité pour l'avenir.

Dans ce contexte, nous favorisons une stratégie de diversification, qui tout en gardant une exposition aux actifs risqués est aussi équilibrée par une exposition aux obligations souveraines.

Nous revenons sur les obligations souveraines après la forte hausse des taux de ces dernières semaines, en raison du portage attractif alors que le cycle monétaire reste favorable. Cela dit, les risques politiques et besoins de financement élevés des Etats en début d'année nous poussent à préférer les obligations de maturité plutôt courte, surtout aux États-Unis et au Royaume-Uni. Au-delà, il s'agit d'être assez agile sur la classe d'actif dans un contexte de taux volatiles mais sans grande tendance.

Nous restons neutres sur le marché des actions. Notre préférence reste au marché américain à court terme, du fait de la résilience de l'économie et l'optimisme suscité par D. Trump. Mais, nous sommes conscients des valorisations exigeantes, surtout par rapport aux actions Européennes qui pourraient redevenir plus attractives courant 2025.

Nous réduisons un peu notre exposition sur le crédit européen, tout en restant exposés aux sociétés les plus solides. Les primes sont assez faibles, mais les entreprises montrent toujours des fondamentaux solides. Nous restons toujours sélectifs sur le High Yield.

Scénarios de risque : Le principal risque reste celui d'une récession, du fait essentiellement de politiques protectionnistes américaines agressives (20%).

SYNTHESE DES VUES 3 MOIS DE LA GESTION PAR CLASSE D'ACTIFS

Classe d'actifs	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Actions	Neutre	=
Souverains	Positif	+
Crédit	Neutre	-
Monétaire	Neutre	=

Nous sommes globalement raisonnablement constructifs pour les marchés en 2025, en privilégiant les actifs risqués malgré le potentiel d'appréciation plus limité après deux années très positives, et en adoptant une stratégie tactique sur les obligations. Cela dit, le fort rallye de fin 2024 et les incertitudes encore élevées nous poussent à un peu plus de prudence en début d'année.

Nous sommes globalement neutres sur les actions car même si notre scénario économique est plutôt favorable (croissance stable et assouplissement monétaire), les attentes de bénéfices pour 2025 sont élevées et les valorisations exigeantes. Nous maintenons pour l'instant un biais tactique positif sur les actions américaines vu la persistance de l'exceptionnalisme américain sur le plan économique et politique.

Sur les obligations, la tension sur les rendements au tournant de l'année les rend plus attractifs à moyen terme, surtout en Europe où la toile de fond macro plaide pour des taux plus bas qu'aux États-Unis. Cela dit, nous préférons à court terme les maturités courtes et intermédiaires en raison des émissions de dette très élevées en début d'année et de la volatilité lors des débuts de la nouvelle administration américaine.

Actions	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Zone Euro	Neutre	=
Europe hors Euro	Neutre	=
Reste Europe	Neutre	=
États-Unis	Positif	+
Japon	Négatif	-
Chine	Neutre	=
Marchés émergents	Neutre	=

- Nous anticipons toujours une orientation plus favorable sur les actions américaines dans la première partie de l'année. Même si celles-ci sont très chères, elles devraient continuer de bénéficier de la croissance solide, des annonces de politiques pro-business de la nouvelle administration et de résultats d'entreprises positifs.
- L'Europe, qui était survenue le mois dernier s'est redressée sur le mois et le positionnement trop positif s'est partiellement résorbé. Nous sommes revenus en haut de la fourchette de valorisation et pensons que la zone risque de pâtir des annonces de la nouvelle administration américaine à court terme.
- Nous restons neutres sur les actions chinoises vu l'attentisme du gouvernement qui pourrait attendre mars pour annoncer de nouvelles mesures. Enfin, nous conservons notre relative prudence sur le Japon, du fait de notre vue sur l'appréciation du yen dans un contexte de marché toujours cher.

- Les obligations convertibles sont restées stables en décembre dans un contexte de marchés actions hésitants.
- Nous pensons que cette classe d'actifs va bénéficier d'un environnement toujours favorable. D'une part les marchés boursiers devraient continuer à délivrer, même si faiblement, et d'autre part, les paramètres techniques des obligations convertibles sont à des niveaux très attractifs (Volatilité implicite à 29 % et un bon niveau de portage).

Convertibles	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Convertibles	Positive	=

Souverains	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
Périphérique Euro	Positive	=
Cœur Euro	Neutre	+
États-Unis	Neutre	+
Indexé inflation	Neutre	=
Obligation sécurisée	Positive	=
Agences	Positive	=

- La forte hausse des taux ces dernières semaines a validé notre positionnement prudent sur les marchés obligataires fin 2024, et nous pousse à revenir graduellement sur ce marché. Les niveaux atteints sont attractifs dans une perspective de moyen terme mais la volatilité pourrait rester élevée à court terme.
- Du côté américain, la Fed devient plus prudente vis-à-vis de la trajectoire future de l'inflation, mais cela est désormais bien intégré dans les valorisations. La prime de terme s'est reconstruite et pourrait rester volatile au moment où la Fed ajuste encore son discours et où la nouvelle administration se met en place.
- Du côté de la zone euro, même si la BCE poursuivra sa détente monétaire, nous nous attendons à des pressions sur les taux longs. Les investisseurs privés seront, en effet, sollicités par des programmes de refinancement nets au plus haut historiquement, et ce principalement en tout début d'année. Au-delà des premiers mois, les rendements obligataires pourraient redevenir attractifs. Notre vue constructive sur les dettes périphériques n'est pas remise en cause, tout comme notre position prudente sur la dette française. Enfin, notre position reste relativement neutre sur les points morts d'inflation.

- Nous adoptons une allocation plus prudente sur les marchés du crédit en zone euro pour ce début d'année à cause des nombreuses incertitudes qui restent encore à lever sur la croissance, l'inflation et la géopolitique. En attendant la confirmation avec la saison des résultats, les fondamentaux des entreprises restent bons et les taux de défaut sont stables. Même si les valorisations semblent tendues (le marché du HY en tête), les rendements offerts nous semblent encore attractifs et devraient être un soutien de poids pour la classe d'actif, ce qui nous fait rester positifs sur l'IG et sélectifs sur le HY pour profiter du portage protecteur d'un possible léger écartement de spread.
- Côté US, les spreads de crédit sont au plus bas du 21ème siècle, mais la vigueur de l'économie outre-Atlantique, couplée à une politique très favorable aux entreprises, nous amène à rester encore positif sur ce segment.

Crédit	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
IG Zone Euro	Neutre	-
Cross Over Zone Euro	Neutre	=
HY Zone Euro	Négatif	-
IG États-Unis	Positif	=

Devise et Matières premières	Vues LBP AM à 3 mois	Variation mensuelle
EUR/USD	Neutre	=
Pétrole brut	Négatif	-
Or	Négative	-

- Les arguments en faveur du dollar restent en place. Néanmoins les attentes en termes de croissance et d'inflation plus élevées aux États-Unis sont devenues très consensuelles, et le positionnement sur le dollar est tendu. Nous conservons de ce fait une cible à 1,05 qui reflète un léger rebond possible de l'euro par rapport au niveau spot. Nous gardons également notre cible sur le yen à 160 contre l'euro, soit un potentiel de hausse modéré de la devise japonaise après la baisse récente. Le resserrement attendu des taux courts entre les deux zones reste un soutien.
- La faiblesse de la croissance chinoise ainsi que la baisse de la prime géopolitique devraient peser sur les cours du pétrole à moyen terme.
- La perspective d'une Fed moins accommodante continue de maintenir les rendements des obligations d'État américaines à des niveaux élevés, ce qui pèse sur l'attrait de l'or, qui ne génère pas de rendement.

Les informations sont données à titre purement indicatif et ne sauraient engager la responsabilité de LBP AM quant à leur caractère précis ou pérenne. Les informations communiquées reflètent l'opinion de LBP AM au jour de leur établissement en fonction du contexte économique et réglementaire du moment. Ce document ne constitue ni un avis juridique ni fiscal. Ce document n'est ni reproductible, ni transmissible, en totalité ou en partie, sans l'autorisation préalable écrite de LBP AM, laquelle ne saurait être tenue pour responsable de l'utilisation qui pourrait être faite du document par un tiers.